



**Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**TRABAJO FIN DE GRADO**  
**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE**  
**EMPRESAS**

**ANÁLISIS SINTOMÁTICO DE EMPRESAS EN PROCESO**  
**DE QUIEBRA**

**Ismael Carabantes Guerrero**

**DIRECTOR**  
**Fermín Lizarraga Dallo**

## **RESUMEN**

El objetivo principal del trabajo se basa en la explicación de posibles síntomas y causas por las que las empresas pueden atravesar antes de entrar en quiebra.

Para la consecución de esta meta, he dividido el trabajo en tres secciones. La primera sección, muestra a través de variada bibliografía, el proceso de quiebra empresarial y síntomas y causas propias de empresas en quiebra. La segunda parte del trabajo, contiene un estudio empírico de los síntomas generales que comparten 131 empresas Navarras que entraron en quiebra durante el ejercicio 2013. Por último, la tercera sección se basa en un análisis de rentabilidad y riesgos de la empresa Inasa Foil con el objetivo de analizar si esta se adecua a los síntomas de una empresa en quiebra nombrados anteriormente, dado que esta entidad, en el momento actual se encuentra acusada por los trabajadores de la misma por delitos de falseamiento de cuentas, estafa e insolvencia punible.

## **PALABRAS CLAVE**

Fracaso económico

Fracaso financiero

Quiebra

Resultado

Rentabilidad

## INIDICE

1- INTRODUCCIÓN.....	1
2- REVISIÓN BIBLIOGRAFICA SOBRE SÍNTOMAS O CAUSAS DE UNA EMPRESA EN QUIEBRA.....	2
3- ANÁLISIS GENERAL.....	12
3.1- Análisis sectorial.....	12
3.2- Análisis según año de constitución.....	15
3.3- Análisis de señales contables generales:.....	16
3.3.1- Depósito cuentas último año.....	16
3.3.2- Salvedades último ejercicio .....	17
3.3.3- Formato cuentas ejercicios anteriores.....	18
3.4- Análisis de los síntomas financieros generales .....	19
3.5- Conclusión general.....	21
4- CASO INASA FOIL.....	23
4.1- Noticia sobre Inasa Foil.....	24
4.2- Descripción e historia de Inasa Foil.....	25
4.3- Análisis de rentabilidad y riesgos sobre Inasa Foil .....	25
4.3.1- Interpretación de los estados contables.....	25
4.3.2- Análisis de rentabilidad.....	29
4.3.3- Análisis de riesgos.....	32
4.4- Conclusión.....	36
5 BIBLIOGRAFIA Y ANEXO.....	37

## 1- INTRODUCCIÓN

La idea principal de este trabajo surge de una noticia publicada el día 2 de Febrero de 2014 en el Diario de Navarra. En ella se expone una lista de 131 empresas navarras que durante el ejercicio económico 2013 se han declarado en situación concursal de quiebra, liquidación o concurso de acreedores.

En primer lugar me pareció interesante estudiar qué síntomas generales comparten las empresas citadas en la noticia, antes de llegar a la quiebra. Para la verificación de estos síntomas me propuse analizar señales generales referidas a sus características propias (juventud de las empresas, el sector en el que basan su actividad principal), a su transparencia informativa (deposito cuentas e informe de auditoría en los años previos a declararse en concurso), así como financieras (debilitamiento del patrimonio y pérdida de rentabilidad).

La aparición de otra noticia el día 8 de Abril de 2014 publicada en el Diario de Noticias de Navarra, me despertó interés a causa de la posible relación con el tema inicialmente pensado para el trabajo. Esta noticia informaba del cierre de la empresa Navarra Inasa Foil localizada en Irurzun, y la denuncia de los trabajadores de la misma por el presunto delito de falseamiento, estafa e insolvencia punible. Por ello, me planteé como una extensión de este trabajo una aplicación del método del caso a través de una análisis más en profundidad de esta empresa, poniendo especial interés en si el cierre de la misma se justifica por los síntomas típicos de una empresa en quiebra, o realmente la protesta de los trabajadores queda justificaba por tratarse de una estrategia de la dirección para beneficiarse de un cierre no justificado (al menos desde un planteamiento económico-financiero) de la misma.

El presente trabajo queda estructurado en tres partes: Tras esta introducción, la primera sección presenta una revisión bibliográfica de síntomas propios de las empresas en quiebra a través de textos tanto de análisis contable como de aquellos especializados en los procesos de quiebra. La segunda parte (análisis general) se dedica al estudio de los síntomas generales que comparten las 131 empresas Navarras que el Diario de Navarra publicó el día 2 de Febrero de 2014, y por último, la tercera parte (método del caso) lleva cabo un análisis de rentabilidad y riesgos de la empresa Inasa Foil a lo largo de los cuatro años previos a la decisión de su cierre con el objetivo de probar si la entidad nombrada se ajusta o no a los síntomas de una empresa en quiebra.

Los datos relativos a las 131 empresas estudiadas en la parte 2, se han tomado de la base de datos; Sistema de Análisis de Balances Ibéricos “SABI”. Dado que las empresas a estudiar han entrado en quiebra o concurso de acreedores en el ejercicio 2013, se estudian años anteriores a este ejercicio.

En cuanto al caso de la empresa Inasa Foil, el análisis se ha llevado a cabo a través de los depósitos de cuentas anuales completos de la empresa que han sido adquiridos a través de la página web del Registro Mercantil central ([www.registradores.org](http://www.registradores.org)).

Para terminar, todos los cálculos necesarios para obtener las conclusiones aparecen en la hoja Excel anexa, donde también aparecen las 131 empresas a estudiar.

## **2- REVISIÓN BIBLIOGRAFICA SOBRE SÍNTOMAS O CAUSAS DE UNA EMPRESA EN QUIEBRA**

Toda empresa en problemas antes de su quiebra o cierre, muestra unos síntomas que hacen despertar nuestra atención. La intención de este apartado se basa en describir a través de bibliografía sobre el fracaso, esas determinadas señales que puedan llevar al cese de negocio de las entidades.

Los libros; Why companies fail, Corporate collapse, Bussynes Analysis and Evaluation...muestran desajustes o malas previsiones que hacen que la empresa pueda tener, o llegar a tener problemas en un plazo determinado de tiempo. Claro está, que las causas por las que una empresa puede llegar a la quiebra son infinitas y cada caso de quiebra posee una historia totalmente diferente. Pero los casos que se van a proponer en este apartado, son en la mayoría de las situaciones problemas importantes que pueden llevar al cese de negocio, por lo que se debe poner especial atención para evitarlos. Esta atención en muchos casos debería ser mayor, dado que los problemas en una empresa son tratados como la muerte, se tienden a evitar, lo que el acumulamiento de estos lleva al fin de la historia de la misma.

El fracaso empresarial surge cuando la empresa en cuestión no es capaz de cumplir los objetivos marcados con anterioridad. Este incumplimiento, supone no obtener la liquidez y

resultados necesarios que la empresa predijo para el correcto desarrollo de la actividad principal, lo que llevaría la empresa al cese de negocio, es decir, a el fracaso empresarial. El concepto fracaso esta muy unido a la desaparición de la empresa, no obstante antes de este acontecimiento, la empresa sufre un lento proceso de agravamiento y de incumplimiento de objetivos que según el libro *Why Companies fail*, está englobado en dos bloques: en primer lugar el fracaso económico, y seguido de este, el fracaso financiero.

El fracaso económico resulta cuando la rentabilidad de los activos que la empresa obtiene para el desarrollo de su actividad, no son lo suficientemente rentables en comparación con una misma situación de riesgo externa. La acumulación de estas bajas rentabilidades supone unos menores ingresos que los gastos acabarán abarcando, llegando a obtener resultados negativos. La obtención de resultados negativos supone en primer lugar una disminución del patrimonio neto, lo que supone un debilitamiento de los pilares en los que se basa la entidad, y en segundo lugar, una falta de liquidez que la empresa deberá remediar. El remedio para los problemas nombrados es la necesidad de financiación. En la mayoría de casos, la financiación se obtiene de forma externa, es decir, a través de préstamos. Esta entrada de liquidez, supone la devolución de intereses adicionales los cuales se manifestarán de forma negativa en la cuenta de pérdidas y ganancias suponiendo una salida de liquidez en principio no prevista.

El caso en el que el fracaso económico no se corrija, supondría la acumulación de resultados negativos disminuyendo de manera peligrosa el patrimonio y a la vez aumentando la deuda de la entidad. Esta situación, puede llevar a la primera fase del fracaso financiero la que llamamos insolvencia técnica, la cual se define como la incapacidad de hacer frente a los pagos de la deuda conforme esta va venciendo. La insolvencia técnica supone una renegociación de la deuda, lo que aumentaría el coste de la misma de manera escandalosa.

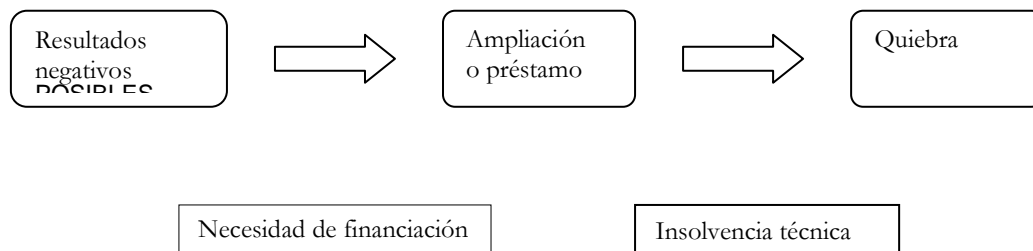
El fracaso financiero concurre de forma total, cuando la empresa no puede hacer frente a los pagos de la deuda (insolvencia técnica) junto con el débil patrimonio neto de la entidad, llegando a ser negativo en muchos casos. Esta situación supone que los pasivos de la empresa obtengan un valor superior que sus activos, lo que dejaría muy cerca el cese de negocio de la entidad, en otras palabras, la quiebra.

El proceso explicado hasta ahora, se puede observar esquemáticamente de la siguiente manera:

GRÁFICO 2.1

FRACASO ECONÓMICO

FRACASO FINANCIERO



En conclusión, el motivo por el que las empresas quiebran se explica a través de un fracaso económico debido a diferentes motivos (que se explicaran a continuación), los cuales obligan a la obtención masiva de deuda, lo que acompañado de un patrimonio débil a causa de resultados negativos hace que las empresas no puedan hacer frente a los pagos, y consecuentemente, no pueda seguir con su actividad. Este proceso se puede asimilar a un proceso de asfixia que sufre el patrimonio a causa de la deuda.

Definido así el proceso general que las empresas sufren para finalmente llegar a la quiebra, los siguientes párrafos explican unos determinados síntomas más explícitos, que son determinantes a la hora de que las empresas puedan llegar al llamado fracaso económico y faciliten la consecución del fracaso financiero.

#### Una bajada en las ventas a causa de razones externas

Las ventas son la principal fuente de energía que las empresas tienen, dado que son el principal alimento que tienen para sobrevivir y la respuesta principal a sus inversiones y su forma de proveerse de autofinanciación. Es decir, las ventas suponen el principal ingreso

que la entidad puede obtener por lo que supone el subsistir de la misma. En el importe de la cifra de negocios depende de la actividad principal de la empresa, la cual podemos observar en el primer escalafón de su cuenta de pérdidas y ganancias (PYG). Una bajada en las ventas puede darse por diferentes motivos como; el efecto de la crisis sobre el consumo de las familias, el cambio de preferencias del cliente, la posible bajada de calidad del producto, problemas con el tipo de cambio o la competencia directa en precios entre otros. Un ejemplo interesante de la competencia directa en precios se puede observar en la noticia publicada sobre Ryanair (compañía de vuelo) por el periódico Financial Times el día 20 de Mayo de 2014. La noticia explica que a causa de los precios tan bajos que ofrece Ryanair por su estrategia en “low-cost” y la subida de la gasolina y variaciones en el tipo de cambio, ha mellado de forma brutal los beneficios de la compañía en el ejercicio 2013-2014 llegando a estar en peligro los siguientes ejercicios aunque la compañía de vuelo tenga expectativas de mejoría para los siguientes ejercicios.

Todos los motivos nombrados anteriormente no tienen la misma interpretación dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias de una empresa, sin embargo tienen un efecto común, la bajada en las ventas de la entidad. Esta bajada puede suponer que los costes de explotación que la entidad tiene hagan aflorar un resultado de explotación negativo, especialmente si la empresa esta muy apalancada en cuanto a costes fijos. El resultado de explotación negativo supone que la actividad principal de la empresa no es rentable, por lo que se dudaría de la subsistencia de la misma. El obtener un resultado negativo a causa de este motivo puede en la mayoría de los casos empeorarse al sumar el resultado financiero, el cual suele ser negativo a causa de los gastos financieros de las entidades. En este caso, la empresa debería plantearse una reorganización para el ejercicio siguiente.

Un resultado negativo del ejercicio se verá plasmado de forma negativa en el patrimonio neto de la entidad, creando así un agujero en el patrimonio a la vez que no se genera liquidez, por lo que la empresa debe obtener financiación externa para cubrir los efectos nombrados, lo que supone un aumento de la deuda que puede llegar a ser peligroso para la entidad. Acercándola así al fracaso financiero.



### Quedarse atrapado en el ciclo de cash flow

El ciclo de cash flow viene definido a través del dinero en efectivo que sale y entra a la empresa en un determinado tiempo. Como se observa, para estudiar el ciclo de cash flow se introduce la variable tiempo por lo que se puede decir que el ciclo viene determinado por el número de días desde que la empresa coloca tesorería en los factores necesarios para producir hasta que recibe el dinero por haber vendido su producto. Por ello el “factor tiempo” cuantifica el ciclo de cash flow. Este efecto puede verse reflejado en el estado de flujos de efectivo (EFE), exactamente en la parte A) Flujos de efectivo por actividades de explotación que refleja el efectivo que generan las entidades a través de su modelo de negocio.

Según esto, podemos calcular el cash flow, como la resta entre lo cobrado menos lo pagado en un periodo de tiempo, lo que nos llevará a una resolución positiva o negativa. Esta resolución viene determinada por los periodos de cobro y pago de clientes y proveedores. En el caso que los periodos de cobro sean mayores que los periodos medios de pago a nuestros proveedores, obtendremos una resolución negativa de cash flow. Esta posición negativa es común durante los últimos años a consecuencia de la crisis. Los clientes tardan mas en pagar de lo pactado en la factura, lo que supone para la empresa una falta de liquidez a la hora de hacer frente al pago de proveedores.

Para el estudio de esta partida, el estado de flujos de efectivo (EFE) es la herramienta en la que se puede observar el movimiento de tesorería aquí comentado. Un aumento de la partida clientes supone que la empresa no cobre lo que vende, quedando pendiente, por lo que el ajuste en el EFE sería un ajuste negativo, lo que nos mostraría una menor cantidad de efectivo. Sumando esto al ajuste del pago de los proveedores, el efecto en tesorería se hace aun mas grande, dado que al pagar a los proveedores sale efectivo de nuestra empresa, por lo que el ajuste en EFE también es negativo aminorando todavía mas nuestro efectivo. Este estudio de pago y cobro se debería supervisar en periodos de tiempo muy cortos para poder detectar los desajustes dado que a final del ejercicio en el EFE de periodicidad anual se puede ver a rasgos generales el motivo, pero no exactamente donde radica el problema de cobro.

El problema de cobro del que se está hablando debe ser cubierto por las empresas, para lo que las herramientas más utilizadas para ello son las líneas de crédito o los préstamos. El tapar este desajuste de cash flow no es gratis para la empresa, en ambos casos supone un

pago de intereses de mas, lo que puede llegar a ser peligroso si no se trata con la importancia necesaria.

Por ello los periodos medios de cobro pueden llegar a ser un fracaso económico que se solventa con deuda, que en caso de que la empresa no esté en buenos momentos, puede llegar a un fracaso financiero dado que la captación de deuda supone la devolución de intereses que pueden suponer el ahogo de una empresa que con falta de liquidez puede llevarla a la quiebra.

### Quedarse sepultado en tu activo corriente

Este apartado se centra en que los activos de una empresa no generen la rentabilidad, en este caso económica, que se espera de los mismos. Si estos no llegan a la rentabilidad esperada, esa falta de rentabilidad se debe compensar con captación de fondos, es decir deuda, el mismo problema que se lleva argumentando en todos los apartados anteriores. Esta rentabilidad se estudia a través de la rentabilidad funcional, la que nos informa de la rentabilidad que dan los activos que forman parte de la actividad de la empresa.

El activo funcional en el que se pretende poner hincapié son las existencias, las cuales están compuestas por materias primas, productos semiterminados y productos terminados. Los últimos son los que tienen la mayor importancia. Centrándose en la acumulación de productos terminados, lo cual puede suponer un problema para la empresa. En primer lugar la acumulación de productos terminados supone que la empresa no ha vendido todo lo previsto, lo cual queda pendiente en su almacén. Esta acumulación afecta directamente a la rentabilidad económica de la empresa (Resultado antes de impuestos / Activo total). El acumular existencias supone una peor gestión de las mismas lo que consecuentemente afecta a la rentabilidad. No solo la rentabilidad se ve afectada por un aumento de stock, sino que la generación de liquidez también se ve mermada. Esta acumulación supone un signo negativo en el estado de flujos de efectivo, dado que por ejemplo el mismo almacenaje de estas existencias no es gratuita para la empresa. Esta falta de liquidez se transforma en necesidad de líquido para hacer frente a pagos, por ello la acumulación de stock puede acarrear graves consecuencias.

## El peso de los activos fijos

El activo no corriente de una empresa muestra en mayor parte la capacidad productiva de ella dado que es en éste donde se encuentran todos los inmovilizados (infraestructura técnica) que ella dispone para la realización de su actividad. A la vez, sin leer memoria o información que informe sobre la actividad de la misma, se puede deducir a que se dedica la empresa por su alta o baja inversión en activos fijos. Por ello, se puede decir, que los activos fijos son los que determinan el nivel máximo de producción de la entidad.

Estos activos fijos son de importancia en una empresa, y son muy beneficiosos para la empresa, pero pueden llegar a ser peligrosos en diversos casos. Para medir el riesgo de estos activos, se utilizan dos indicadores principales; el GAO (grado de apalancamiento operativo) y el umbral de rentabilidad.

El indicador GAO está directamente relacionado con el posicionamiento que tiene una empresa respecto a sus inmovilizados técnicos, de los cuales resultarán buena parte de los costes fijos que la entidad asumirá. Se trata, por tanto, de una elección por parte de la empresa estar en una estructura de costes mas apalancada debida a una mayor importancia de los costes fijos.

Suponiendo una posición muy apalancada operativamente, las consecuencias de esta son varias. En primer lugar, la existencia de unos costes fijos que no dependen de la producción, supone que en caso de recesión de ventas, la empresa pueda tener problemas dado que estos costes son muy difíciles de recortar, por lo que se mantendrán constantes con independencia de las ventas, lo que supondría un efecto negativo sobre los ingresos pudiendo aflorar un resultado de explotación negativo. Como se ha explicado anteriormente este resultado sumado al resultado financiero (mayormente negativo) aumenta el resultado negativo del ejercicio llevando a las consecuencias en cuanto a patrimonio y liquidez ya nombradas. Por otro lado, la existencia de costes que no dependen de la producción supone que en el caso de que la empresa venda toda esa producción los costes se repartirán entre mas unidades, por lo que supondría un efecto palanca positiva a el resultado de explotación dado que el efecto negativo se reparte en mayor medida afectando menos a los ingresos que obtiene por las ventas. Un efecto palanca mayor que si la empresa no estuviese tan apalancada. Por ello esta ecuación:

$$\Delta \text{ Rdo.explotación} = \Delta \text{ Ventas} * \text{GAO}$$

La interpretación plasmada del efecto palanca solo se podrá aplicar en el caso que la empresa no desestabilice el GAO. Es decir, en caso de aumento en las ventas, el aumento de costes variables debe aumentar en igual proporción que las ventas para una cantidad de costes fijos. En el caso de que los costes variables aumenten en mayor medida es un indicador de riesgo, porque informa de que la empresa no produce de manera eficiente dado que a mayor producción, los costes que de esta dependen aumentan, por lo que en el ciclo de producción debería ser revisado. Un ejemplo de desestabilización del modelo GAO, continuando con el ejemplo de Ryanair podría venir de la necesidad de bajar precios o de aplicar tipos de cambio débiles en sus facturaciones fuera de la zona euro (véase anexo)

El umbral de rentabilidad está definido como; el nivel mínimo de producción vendida necesaria para que una empresa cubra la totalidad de las cargas fijas y variables. Para este volumen de ventas el resultado de explotación será cero. Como se ha dicho anteriormente, el poseer una estructura apalancada operativamente supone una palanca en caso de aumento de las ventas, pero a la vez supone un mayor esfuerzo en vender dado que los costes fijos son más altos que los variables, lo que supone una venta mayor para poder llegar a cubrirlos, de esta afirmación se obtiene la siguiente ecuación:

$$\text{Ventas(€)} = \text{CF} / (1 - \text{CV}\%)$$

### Capital contra deuda

Este apartado aborda la duda común de múltiples respuestas correctas; ¿Cuál es el nivel adecuado de deuda? La respuesta adecuada sería afirmar que no se puede decir cuál es la cantidad de deuda que se debe tener respecto al patrimonio, dado que para tomar esta decisión entrara la estrategia de la empresa y la aversidad al riesgo de los directivos y accionistas que posea la entidad. Esta afirmación de la imposibilidad de responder a esta

duda tiene sus claras limitaciones. Como se está explicando, la deuda ahoga a las empresas, lo que una posición de endeudamiento contra el patrimonio muy alta supone un riesgo mayor, que en caso de no estar controlada supondría el desastre para la empresa, pero a la vez la posibilidad de obtener una rentabilidad financiera mas alta. Aquí radica el debate, en cuanto mayor riesgo mayor rentabilidad, por lo que los directivos en ocasiones se benefician del llamado apalancamiento financiero, con el cual se aprovechan de la deuda para hacer un efecto palanca en la rentabilidad financiera que la empresa obtiene. Esta afirmación se puede observar de mejor forma a través de esta ecuación:

$$RF = RE + (RE - cf) * L$$

RE = Rent.económica

cf = Coste financiero de la deuda

L = Deuda / Patrimonio neto

Como se observa en la ecuación, la rentabilidad financiera se compone de la suma entre la rentabilidad económica y el llamado efecto apalancamiento financiero. En el caso de que el coste financiero sea bajo y tenga más deuda que patrimonio, la rentabilidad financiera sufrirá un efecto palanca que haría aumentarla en mayor medida o viceversa en caso de un coste financiero que supere la rentabilidad económica. Entran aquí dos factores, el coste financiero y la cantidad de deuda frente a patrimonio. El coste financiero son los costes que tiene la deuda, los cuales se pueden negociar con los prestadores de dinero, en la mayoría de los casos los bancos. Esta negociación es un factor importante dado que un coste alto supondría un ahogamiento a la rentabilidad financiera pudiendo llegar a disminuirla en caso de ser negativo.

El otro factor es la cantidad de deuda que en caso de ser mayor al patrimonio causara un efecto palanca multiplicando a la diferencia nombrada anteriormente. Hay dos tipos de deuda, el primer tipo es la deuda con proveedores o acreedores, las cuales no tienen un coste financiero para la empresa, lo que haría que el diferencial fuese mayor y a la vez aumentaría el ratio “L” que tendría un efecto multiplicativo positivo por lo que sería beneficioso para la empresa. El segundo tipo es la deuda bancaria con coste financiero, que

se debe controlar, dado que el descontrol de esta deuda lleva al fracaso financiero de no poder hacer frente a los pagos y la empresa no pueda seguir con su actividad principal.

#### Estar apretado con la deuda a corto plazo

La deuda a corto plazo provoca los principales y más tempranos pagos que la empresa tiene que hacer frente. Por lo que una cantidad elevada de deuda a corto plazo en caso de no tener un cash flow saneado puede llevar a problemas o a renegociaciones de deuda, con un coste de renegociación altísimo que, como hemos indicado provocará un efecto multiplicador negativo sobre los niveles de rentabilidad.

El dilema surge dado que los prestatarios de liquidez prefieren prestar a cortos plazos y en cambio las preferencias de las empresas son el obtener deuda a largo plazo.

En conclusión, el control de la deuda a corto plazo debe ser importante para poder afrontar a los pagos, y no surjan desequilibrios en la liquidez lo que suponga un mayor endeudamiento, y un mayor ahogo a medio largo plazo para la entidad.

### **3- ANÁLISIS GENERAL**

Como consecuencia de la situación económica de crisis vivida en los últimos años, un notable volumen de empresas han cesado su actividad económica, por la menor capacidad de consumo a la vez que la dificultad mayor de obtener financiación o subvenciones para desarrollar proyectos o investigación, lo que dificulta la vida de empresas tanto pequeñas y medianas como empresas presumiblemente punteras que no consiguen seguir con el desarrollo de su actividad por falta de rentabilidad.

El proceso de asfixia que sufren las entidades se pueden observar no solo a través del análisis de sus estados contables síntomas tales como los posibles resultados negativos acumulados, deuda frente a patrimonio y demás que se estudiará durante este trabajo, sino que ofrecen otros posibles síntomas mas simples de detectar a la vista como la acumulación de salvedades en sus cuentas anuales, el incumplimiento del requisito legal de depósito de las cuentas anuales en el registro años anteriores al concurso de acreedores, o el simple hecho de que el entorno en el que funciona la entidad explota a causa de una sobrevaloración de este y hace que las empresas que actúan en el se hundan. Estos síntomas generales son los que se pretenden estudiar en esta segunda parte.

Las empresas objeto de estudio son, como ya se ha dicho anteriormente, 131 entidades Navarras que en 2013 anunciaron su entrada en quiebra o concurso de acreedores que detectamos a través del artículo publicado en el Diario de Navarra el día 2 de Febrero de 2014. Por ello es un estudio acotado al ámbito Navarro. Por lo que este apartado comenzará con el estudio de los aspectos generales nombrados anteriormente.

#### **3.1 Análisis sectorial**

El sector en el que centran la actividad económica las entidades, es uno de los factores clave a estudiar en las causas de quiebra. A causa de la crisis económica los sectores se han visto afectados en mayor o menor medida según la actividad que se ejerza en este. Uno de los sectores mas afectados en España ha sido el sector de la construcción, derivadas de la sobrevaloración de las expectativas de crecimiento valoradas por agencias de rating (valorando este sector con triple “A”) cuando realmente se tardo en predecir el futuro y no

reconocer la llegada de la crisis. Por esta sobrevaloración y tardanza a la vez que visión de inmensos beneficios, las empresas constructoras comenzaron con una construcción masiva y rápida, muchas veces sin importar tanto la calidad sino la producción y por ello la facturación. Las consecuencias de esta construcción masiva se vio cuando la llamada “burbuja inmobiliaria” explotó y estos activos muy poco líquidos se fueron amontonando en los balances de las entidades inmobiliarias como existencias y las constructoras dejaron de ejercer su actividad principal. Estas existencias, a causa de la no venta y la bajada de precios de ellos, lleva a unos importantísimos deterioros llegando a castigar fuertemente la cuenta de pérdidas y ganancias de las empresas inmersas en este sector.

No se puede decir que este sector sea el único afectado, dado que todos los sectores se han visto afectados, pero los directamente relacionados con este como el sector inmobiliario, fabricación de elementos indirectamente dependientes de la construcción, se han visto también golpeados.

Las empresas Navarras que el artículo muestra pertenecen a sectores variados, los cuales se han clasificado en 6 categorías. Los sectores son:

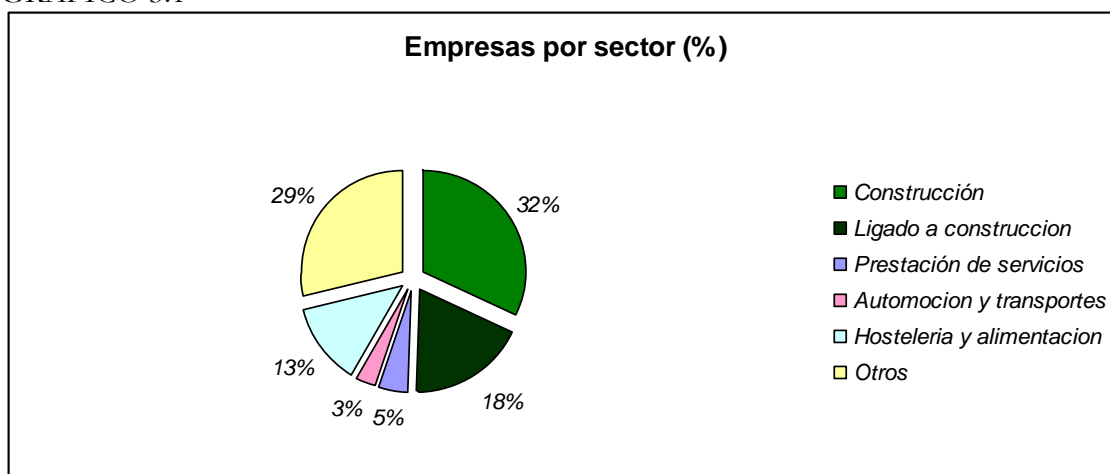
- Sector de la construcción: Engloba las empresas dedicadas a la construcción inmobiliaria.
- Sector ligado a la construcción: Este sector ha sido creado por la variedad de empresas que están ligadas a la construcción. Exactamente, está compuesto por empresas que son filiales de las constructoras dedicadas a elementos que complementan a la matriz y por empresas que no tienen relación filial-matriz sino que su actividad está basada en elementos que se verían indirectamente afectados si el sector de la construcción se viese afectado. ( Fabricantes de maquinaria para empresas constructoras, fabricantes de cocinas... ) .
- Sector de prestación de servicios: Empresas dedicadas a la prestación de servicios. Una especial importancia a consultorías y asesorías, las cuales forman la mayor parte de este sector.
- Sector de la automoción y transporte: Formado por empresas que se dedican a la compra venta de automóviles y dedicados al transporte.
- Hostelería y alimentación: Entidades dedicadas a la hostelería como bares u otras que se dedican a la alimentación.



- Otros: Este sector ha sido creado dado a la diversidad de las demás empresas sobrantes y la imposibilidad de agruparlas en diferentes sectores dado que son muy variadas.

Con lo cual, las empresas Navarras que aparecen en este artículo se dividen de esta forma:

GRÁFICO 3.1



Como se puede observar en el gráfico circular, el sector mas golpeado por la crisis en Navarra, según el artículo que se limita a 2013, fue el sector de la construcción, que ocupa un 32% del total de empresas. Como ya se ha explicado anteriormente, era un dato evidente dado a la explosión de la llamada “burbuja inmobiliaria”. Este porcentaje realmente viene acompañado del sector ligado a la construcción que supone un 18% del total. La creación de este sector se debe a la fuerte relación con el sector de la construcción, por lo que sumando estos dos datos supone un 50% de las empresas que se declararon en quiebra en este ejercicio. Se puede afirmar que el sector mas golpeado con la crisis en el resto de ciudades también ha sido arrastrado a Navarra.

Este golpe en el sector que durante años ha podido sostener parte de la economía Navarra, hace que el gobierno Navarro intente volver a fomentar e impulsar el mismo, a través de el “Plan estratégico de construcción sostenible”, el cual se basa en el intercambio de experiencias y conocimientos entre las diferentes empresas no solo Españolas sino internacionales, para la formación o la rehabilitación de nuevas urbanizaciones con el objetivo de la sostenibilidad del sector.

El sector de la hostelería y la alimentación supone un tanto importante dentro de este estudio suponiendo un 13%. La bajada de los salarios en las familias hace que los restaurantes o bares bajen el importe de su cifra de negocios, ahogándose así con sus gastos de explotación y financieros aflorando perdidas que se compensan con deudas que con el paso del tiempo no pueden afrontar llevando al cierre del propio negocio.

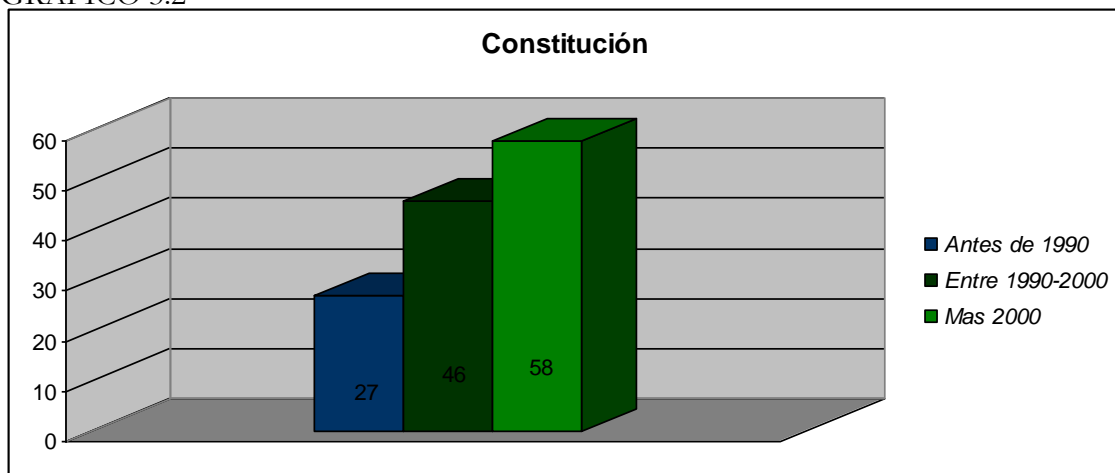
La prestación de servicios ha sido un dato interesante de estudiar, dado que la mayoría de empresas que forman este sector eran consultoras o asesoras a la vez que el sector de la automoción y transportes que por el mismo motivo que el sector alimenticio ha hecho disminuir las ventas de los mismos.

### 3.2 Análisis según año de constitución

Para el análisis de la quiebra según el año de constitución se han dividido en tres tramos; antes del año 1990, entre los años 1990-2000 y a partir del año 2000.

Para ello se ha realizado el siguiente grafico:

GRÁFICO 3.2



Se puede observar una tendencia clarísima, hacia la relación juventud quiebra. De las empresas nombradas en el artículo creadas a partir del año 2000, no han podido aguantar la inestabilidad a causa de su poco asentamiento y las pocas ayudas por parte de las entidades bancarias para la financiación de sus proyectos. Ni las ayudas fiscales de menor tributación por ser empresas jóvenes han podido sostener a este tipo de empresa.

### 3.3 Análisis de señales contables generales: deposito de cuentas, salvedades y formato de cuentas

Los síntomas que se van a analizar en este apartado son previos a que una empresa no continúe su actividad, es decir, son unos síntomas que muestran las entidades las cuales pueden servir como indicador de alerta, de que algo en la empresa no va del todo correcto.

En primer lugar se analizará si la empresa depositó sus cuentas anuales del ejercicio 2012 en el registro mercantil. Consecutivamente, si esas últimas cuentas depositadas el auditor de la empresa las calificó como con salvedades, aprobadas o no tuvieron obligación de auditarse y para finalizar si el formato que utilizó la empresa para elaborar las cuentas anuales ha variado en estos tres últimos ejercicios en comparación con años anteriores.

#### 3.3.1 ¿Deposita sus cuentas en 2012?

El último depósito de las cuentas anuales antes de su quiebra es un dato revelador dado que el no depositar las cuentas en el registro mercantil supone una falta de transparencia de la empresa. Si bien existe la sanción registral aplicable a las empresas que incumplen el requisito del depósito de cuentas anuales, muchas empresas prefieren no depositarlas para así no dar información de la situación en la que se encuentra la entidad dando pie a la suposición de que la empresa en cuestión posee ciertos aspectos a esconder.

TABLA 3.3

¿Deposito en 2012?	SI	NO	Otros	TOTAL
Numero empresas	64	52	15	131
Porcentaje empresas	48,85%	39,69%	11,45%	100,00%

La tabla ofrece el número y porcentaje de empresas que depositaron sus cuentas en el ejercicio 2012, las empresas que no las registraron y el apartado “otros” en el que se encuentran empresas que según “SABI” no se ha obtenido información en cuanto a depósito.

Centrándonos en los datos obtenidos, se puede observar que el 39,69% de las empresas de estudio no depositaron sus cuentas en 2012 y en el ejercicio siguiente no continuaron su

actividad. Lo que hace corroborar que el no depositar las cuentas anuales es un indicador de alerta en el sentido nombrado anteriormente.

### 3.3.2 ¿Posee salvedades en el último depósito?

Poseer salvedades en los informes de auditoría que acompañan a las cuentas anuales de la empresa deja rastros para los “stakeholders” (usuarios de la información), tanto internos como externos, a la hora de apostar por la empresa, dado que estas salvedades son a causa de la no transparencia completa al contabilizar de manera que no represente la imagen fiel de la misma. Con excepción de la SEF (salvedad al principio de empresa en funcionamiento) se sabe que las salvedades pueden desaparecer si la empresa accede al cambio de los errores en la contabilización que el auditor les comunica. Existe un proceso de negociación en el que auditor y empresa negocian las posibles correcciones que el auditor ofrece, en caso de que la empresa en cuestión no acceda a la corrección ofrecida el auditor, este emitirá un informe de auditoría con salvedades.

Las salvedades pueden provenir por errores en la contabilización intencionados o no intencionados. Estos errores pueden afectar al alza o a la baja a la situación financiera de la empresa. Por ejemplo, según el objetivo de la empresa, el modo de contabilización de diferentes partidas, puede dar un mayor o menor resultado en la cuenta de pérdidas y ganancias, de ahí la intencionalidad del error en la contabilización.

TABLA 3.4

¿Salvedades en el último depósito?	SI	NO	Otros	TOTAL
Numero empresas	102	14	15	131
Porcentaje empresas	77,86%	10,69%	11,45%	100,00%

En el estudio, se observa que el 77,86% de las empresas a estudiar muestran salvedades o tienen una opinión denegada de sus cuentas anuales, mientras solo un 10,69% presenta sin salvedades la contabilidad. El apartado “otros” muestra empresas que por tamaño no tienen obligación a ser auditadas o la imposibilidad de obtención de datos a través de la base de datos.

Por ello es de afirmar, que las salvedades son otro síntoma de posible desvío en la actividad empresarial de las mismas.

### 3.3.3 ¿Cambia el formato de elaboración de cuentas?

El formato que la empresa debe seguir para la elaboración de sus cuentas anuales deriva de las características dimensionales de la misma. En el estudio se han dividido dos tramos, los ejercicios de 2010 a 2012 y los ejercicios anteriores, analizando si en estos últimos tres años en los que la empresa pudo empezar a obtener dificultades, varió su tipo de formato, obviamente de normal ha abreviado, para reducir su transparencia informativa.

Las causas de esta variación de formato se puede deber a reducciones reales de dimensión (plantilla, activo...) o a la mencionada intención de la empresa de ocultar información, dado que mientras el formato sea mas abreviado la información que presentará la empresa será menos detallada,.

El cambio a un formato abreviado cuando las características de la empresa obligan a utilizar el formato normal, expresa una ocultación de información dado que en caso de no manipulación la empresa optaría por el formato consecuente con sus características aun y cuando sea mas detallado que los demás formatos.

TABLA 3.5

¿Cambia de formato?	SI	NO	Otros	TOTAL
Numero empresas	45	61	25	131
Porcentaje empresas	34,35%	46,56%	19,08%	100,00%

Los resultados mostrados en la tabla expresan que un 34,35% el cual es un porcentaje muy elevado cambian de formato. No se puede pasar por alto, dado que el cambio de formato supone una omisión de información muy detallada. En caso de cambio, se pasa del método normal al método abreviado o incluso en alguna ocasión al plan de PYMES, en ninguna ocasión se ha cambiado de abreviado a normal, cosa lógica dado que en 2013 todas las empresas estudiadas quiebran, por lo que no cabe la posibilidad de un

crecimiento en esos últimos años. El 46,56% no ha cambiado de formato, destacando entre este las PYMES las cuales no varían de formato dado que solo pueden elaborar el mismo.

“Otros” está compuesto por los mismos motivos de los apartados anteriores.

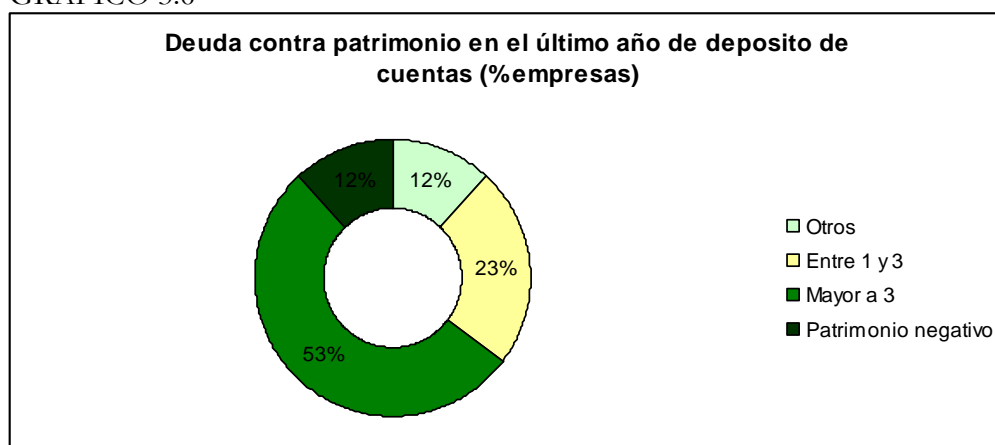
### 3.4 Análisis de síntomas financieros generales

Para terminar con el estudio general de los síntomas de las empresas nombradas, queremos mostrar evidencia de dos señales financieras que muestran de manera evidente el mal funcionamiento y estado de las entidades que ha llevado al cese de negocio de las mismas. Estas dos partidas son el ratio de endeudamiento y la rentabilidad económica.

El primero de estos se obtiene a través de la división entre deuda y patrimonio, lo que nos muestra cuanto de posicionada está la empresa en cuanto a deuda, frente a su patrimonio. Un resultado muy abultado de este ratio, mostraría señales de que el patrimonio de la empresa es mínimo, por lo que la subsistencia de la misma estaría en peligro. Cabe destacar, que hay opciones de que este ratio resulte con negativo, lo que muestra un patrimonio negativo a causa de los sucesivos resultados negativos que la empresa obtuvo, los cuales van haciendo un agujero en el patrimonio hasta acabar con el, y por supuesto con la actividad de la entidad.

Los resultados obtenidos a partir del ratio de endeudamiento, se muestran de la siguiente manera a través de este gráfico circular, calculando el porcentaje de empresas por tramos según el resultado del ratio:

GRAFICO 3.6



En primer lugar, se han dividido los resultados en cuatro tramos. El tramo “Entre 1 y 3” muestra un posicionamiento frente a la deuda sostenible, ya que la mayoría de instituciones necesitan financiación externa para llevar a cabo su actividad, por lo que se puede considerar un endeudamiento normal. El segundo tramo “Mayor a 3” muestra empresas con una cantidad abultada de deuda en comparación con su patrimonio. Este resultado puede llegar a ser peligroso por la razón de que a mayor deuda mayor ahogamiento. El tercer tramo “Patrimonio negativo” muestra resultados negativos en el ratio de endeudamiento. Por último el tramo “Otros” muestra empresas de las cuales no se ha podido obtener información para el cálculo de este ratio.

Los resultados obtenidos, muestran una clara tendencia al endeudamiento abusivo para el seguimiento de la actividad, y por consiguiente el cierre de la empresa por no poder hacer frente a esa deuda recibida. El 53% de las empresas muestran un ratio superior a tres, lo que se consideran empresas con demasiada deuda. No solo son cifras entre tres y cinco, sino que gran parte de las empresas estudiadas, obtienen resultados en este ratio mayores a diez, incluso en varios casos pudiendo llegar a ochenta o ciento veinte. En muchos de estos casos, el PN, aun siendo positivo, supone un porcentaje muy pequeño del activo total, lo que indica su fuerte descapitalización. Debe tenerse en cuenta, asimismo, que se trata en la mayor parte de casos, de datos dos años antes de la presentación del concurso, ya que el año inmediato anterior no depositaron sus cuentas.

No solo el 53% de empresas muestran una posición descontrolada en cuanto a deuda, se observa un 12% de entidades que obtienen un ratio negativo, lo que muestra un patrimonio neto negativo a causa de resultados negativos acumulados, que hacen obtener mas deuda y ahogar mas el negocio de la entidad.

En conclusión, lo que muestran claramente los resultados obtenidos es, que un claro síntoma de la quiebra en las empresas Navarras durante el ejercicio 2013, es la alta y descontrolada posición de deuda frente a su patrimonio.

El ratio estudiado hasta ahora nos muestra el ahogamiento de la empresa frente a su deuda. Pero el ratio siguiente muestra la capacidad que los activos de esta empresa tienen para generar rentabilidad. La rentabilidad económica informa sobre si los activos que hacen

que la actividad de la empresa siga hacia delante son rentables o no. Este se obtiene a través de la división entre activo total y resultado de explotación. Se han obtenido los siguientes resultados:

TABLA 3.7

Rent.Econ. último deposito	Mayor a 5%	Menor a 5%	Negativa	TOTAL
Porcentaje empresas	8,33%	41,67%	50%	100%

Los resultados muestran la evidencia de que la actividad de las empresas de estudio no funcionaba correctamente, dado que el 50% de las entidades obtenían una rentabilidad negativa, lo que supone un resultado de explotación negativo. Es decir, los gastos que la empresa obtiene para el desarrollo de su actividad (gastos de explotación) no son cubiertos con los ingresos a través de las ventas o prestaciones de servicios según la actividad de cada una. En caso de no reversión de este resultado negativo por el resultado financiero, llevaría a un resultado del ejercicio negativo, que relacionándolo con el ratio anterior, podría llegar a mostrar un patrimonio neto negativo.

El 41,67% de las empresas no obtienen una rentabilidad superior al 5%, lo que en comparación, por ejemplo, con la empresa Viscofan (empresa rentable y sostenible) en el ejercicio 2012 obtuvo una rentabilidad económica de un 15% en sus cuentas individuales. Lo que deja ver el no funcionamiento del negocio y otra causa evidente de la quiebra de estas 130 empresas Navarras. Su coste financiero a buen seguro será cercano si no superior ha dicho 5% lo que hará que sus rentabilidades financieras resulten muy inferiores a sus costes de oportunidad.

### 3.5 Conclusión del análisis general

La conclusión que se puede sacar de este análisis general de estas 131 empresas Navarras, es en primer lugar que el sector afecta de manera muy significativa en el éxito de la empresa en momentos difíciles económicamente. En segundo lugar la juventud de la empresa es clave dado al poco asentamiento de las empresas más jóvenes y la dificultad de mantenerse y crecer en un entorno hostil.



Para terminar, en cuanto al depósito, salvedades y formato a elaborar son síntomas muy evidentes que pueden indicarnos la posible no continuidad de las entidades. En cuanto a los ratios obtenidos, las conclusiones son claras, la no consecución de resultados positivos a través de su actividad principal (rentabilidad económica), hace que la empresa necesite liquidez externa, lo que aumenta el posicionamiento de deuda frente a patrimonio y el peligro de las mismas para el seguimiento de la actividad de las mismas.

Estos son aspectos generales, fáciles de visualizar sin tener que estudiar internamente a fondo, la posición estructural de la empresa ni tener que analizar la causa de estrategias fallidas, pero de a la vez pueden resultar eficaces para una primera impresión de una empresa a analizar, antes de entrar a estudiar todos sus entresijos internos, que completarán de manera muy detallada y exacta el porqué del éxito, o el fracaso en este trabajo, de la empresa.

## **4- CASO INASA FOIL**

### **4.1 Noticia sobre Inasa Foil**

El periódico Diario de Noticias de Navarra publicó el día 8 de Abril de 2014 el siguiente titular: “Extrabajadores de Inasa presentan una querrela contra los gestores de Baikap”.

*“Los trabajadores de Inasa acusan a la empresa de los delitos de falseamiento de cuentas, estafa e insolvencia punible. Por ello los mismos trabajadores interpusieron una querrela contra el director general de la compañía Santiago González y contra los miembros del consejo de administración de Baikap, por los motivos nombrados anteriormente, los cuales supusieron aun y disponiendo liquidez para hacer frente a los pagos la ocultación continuada de cuatro millones de euros los cuales presuntamente tergiversaron la situación financiera para en 2012 plantear la rebaja salarial a la plantilla y la extinción de contratos posteriormente.*

*Inasa Foil fue adquirida por el fondo de capital riesgo alemán Baikap por (según la noticia) apenas 50.000 euros el 31 de diciembre de 2009.*

*El 19 de junio de 2012 la empresa anuncio el cierre irreversible de la factoría, llevándose por delante 168 trabajadores. En ese momento la empresa contaba con 39 millones de activo, 13 millones de pasivo y 4.000 toneladas de aluminio las cuales estaban valoradas en cinco millones de euros.*

*Actualmente la empresa está en investigación por el juzgado dada la denuncia contra la empresa.”*

La denuncia de los trabajadores a la empresa, y el apoyo de los sindicatos a los mismos, suscitó en mí la duda de si la empresa realmente habría cerrado reflejando señales de quiebra como las comentadas en el apartado 2 o por los posibles beneficios que podría obtener la empresa Baikap, a causa del cierre de la empresa y la liquidación de todos sus activos y pasivos contra la mínima cantidad que el fondo alemán pagó por la empresa (expropiación injusta). Por ello de aquí en adelante se pretende estudiar si la empresa Inasa Foil, tiene los síntomas generales de una empresa en quiebra, a través de un análisis de rentabilidad y riesgos, o si presuntamente el cierre de la empresa ha podido ser motivado a causa de un beneficio que obtendría su accionista único el fondo de capital riesgo alemán Baikap.

## 4.2 Descripción e historia de Inasa Foil

La empresa Inasa Foil, se constituyó el día 26 de julio de 1956 con la denominación social de Industrias Navarras de Aluminio S.A. Su domicilio social se encuentra en la calle Aralar 9, Irurzun (Navarra). El objeto social de la misma se centra en la transformación de aluminio mediante laminación y su comercialización, tanto en mercado nacional como extranjero. La empresa durante los primeros años de su vida fue creciendo, aplicando a su actividad nuevas tecnologías y actividades hasta que el ejercicio 2009 la empresa Inasa obtiene sus primeros resultados negativos a causa principalmente de la crisis que afloró en el ejercicio 2008.

En cuanto a la composición accionarial de la misma ha sido variada durante el desarrollo de su vida. En el ejercicio 2009 la empresa tuvo dos cambios de consejo de administración en el mismo ejercicio. En primer lugar el día 25 de febrero, Inasa fue comprada por Norsk Hydro S.A. pasando a ser el único accionista de la misma. Al cierre del ejercicio el día 31 de diciembre pasó a manos de la sociedad Baikap Holding el cual se hizo con todas las acciones de la empresa Navarra. Esta adquisición convirtió a Inasa participante del grupo Bavaria el cual cotiza en la bolsa alemana.

La actividad principal de la empresa Baikap radica en la compra de empresas que atraviesan dificultades económicas con el fin de reestructurarlas. De aquí radica la reestructuración que proponía el consejo de administración para el ejercicio 2012, año donde la empresa es cerrada.

Las cuentas anuales de la misma, en el informe de gestión punto primero “Situación y evolución de resultados de la sociedad” informan de los siguientes hechos:

- La reducción de fondos significativa a causa de pérdidas significativas durante los últimos ejercicios, explicada fundamentalmente por la crisis en determinados sectores y mercados en los que la empresa opera. Especialmente el mercado nacional, lo que ha supuesto una desestabilización en la estructura de costes y la reducción del volumen de negocio y márgenes. Por ello la administración propuso una serie de medidas para resolver la situación económica como; la elaboración de un plan estratégico industrial para conseguir el objetivo de ventas marcado, una reducción de costes basada en la reducción de un 30% de los salarios y una refinación de la deuda con el objetivo de la

reestructuración de los vencimientos de la misma. Todos estos ajustes con el compromiso de los administradores de la sociedad.

- Según el informe aun y teniendo un este plan para el comienzo de 2012, el consejo de administración se ve obligado a cerrar la planta por la situación de conflicto laboral y especialmente por la huelga indefinida iniciada el 24 de mayo de 2012.

Por ello la empresa en el ejercicio 2012 comunica el cierre de su planta de Irurzun, con el despido de 168 trabajadores.

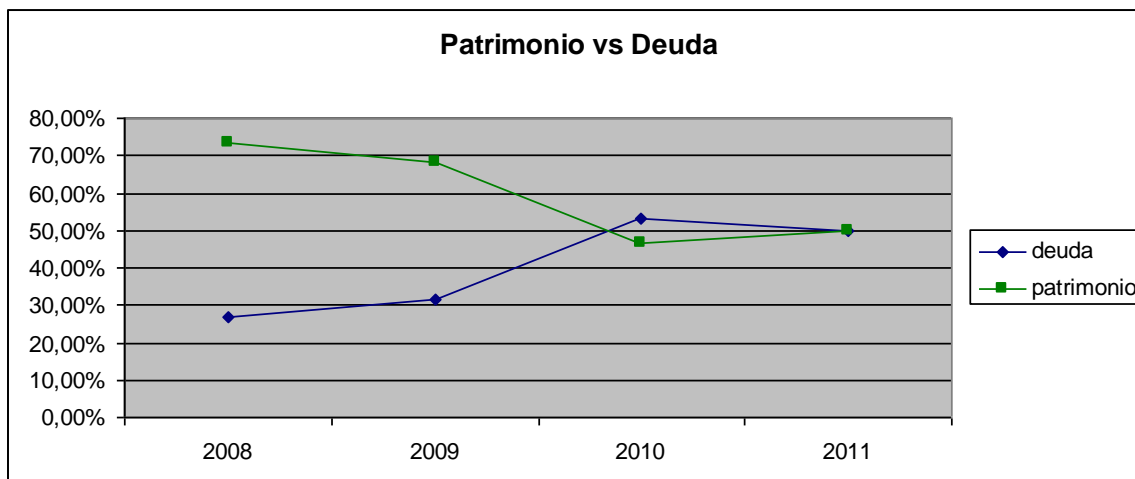
### **4.3 Análisis de rentabilidad y riesgos sobre Inasa Foil**

Planteado ya el dilema de si Inasa muestra los síntomas de una empresa en quiebra, en este apartado se estudiará a través de sus cuentas anuales la rentabilidad y riesgos que la empresa obtiene desde el ejercicio 2008 hasta el ejercicio 2011, dado que en 2012 se da a quiebra, por lo que no deposita cuentas anuales.

#### *4.3.1 Interpretación de los estados contables*

En un primer vistazo se puede observar que la empresa a estudiar tiene una política muy conservadora dado que en los cuatro ejercicios nombrados anteriormente, Inasa se sitúa durante los cuatro ejercicios de estudio en una posición de menor deuda frente a patrimonio neto o de un reparto al 50%. Esto deja ver la estrategia de la directiva y el perfil de los accionistas de Inasa, los cuales son muy aversos al riesgo, lo que lleva a preferir unos niveles bajos de rentabilidad a cambio de una posición segura frente a la deuda. Como se observa en el siguiente gráfico, el patrimonio esta por encima de la deuda en todos los ejercicios, menos en el ejercicio 2010 donde la deuda lo supera en dos puntos, cantidad insignificante. Por lo que se afianza la idea del conservadurismo de la empresa frente a la deuda.

GRÁFICO 4.1



Como se ha dicho anteriormente, la deuda es uno de los factores principales que ahogan a las empresas y las llevan al fracaso financiero. En este caso, en un primer vistazo la cantidad de deuda frente al patrimonio no parece alarmante. No solo hay que estudiar la cantidad de deuda sino el coste financiero que esta aporta a la empresa, que es lo que realmente le produce un gasto a pagar, por lo que se seguirá con el estudio de rentabilidades y riesgos en puntos posteriores para analizar el porqué mas exacto del cierre de la planta.

Desglosando el patrimonio neto más a fondo, se empieza a ver una de los síntomas de quiebra nombrados anteriormente. El resultado de explotación negativo el cual empieza en 2008, lo que hace que la acumulación de resultados negativos de ejercicios anteriores merme el patrimonio de la empresa. Estos resultados negativos afectarán muy fuertemente en las rentabilidades que la empresa obtendrá, pero el fuerte patrimonio que posee Inasa amortigua en una gran medida este impacto de los resultados negativos. La obtención de pérdidas explica el mantenimiento de las reservas, las cuales no pueden aumentar por la no obtención de resultados positivos y el reparto de estos a las reservas. El capital también se mantiene constante a pesar del cambio de accionistas en el ejercicio 2009.

La evolución temporal de los resultados negativos son preocupantes dado que cada ejercicio el resultado aumenta, lo que deja ver que la actividad principal de la misma no funciona del todo correcto. En el desglose de la cuenta de pérdidas y ganancias se estudiará cual es el porque exacto de estos resultados.

TABLA 4.2

<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>31/12/2011</b>	<b>31/12/2010</b>	<b>31/12/2009</b>	<b>31/12/2008</b>
Capital suscrito	43.498	43.498	43.498	43.498
Reservas	11.647	11.647	11.647	12.319
Resultado ejercicios anteriores	-29.739	-27.756	-15.620	-15.031
Resultado del ejercicio	-3.158	-1.983	-12.136	-589
<b>FONDOS PROPIOS</b>	22.248	25.406	27.389	40.197
<b>SUBVENC.DONACI. Y LEGADOS</b>	1.101	925	812	800
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	23.349	26.331	28.201	40.997

El activo de Inasa no contiene partidas no habituales en comparación con otra empresa dedicada a la transformación de aluminio o de empresas que forman un sector parecido. La partida descrita esta desglosada de la siguiente manera:

TABLA 4.3

<b>ACTIVO</b>	<b>31/12/2011</b>	<b>31/12/2010</b>	<b>31/12/2009</b>	<b>31/12/2008</b>
Inmovilizado material	31,30%	28,17%	34,17%	28,98%
Otras partidas a L.P	4,00%	4,21%	0,01%	0,10%
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	35,30%	32,37%	34,18%	29,08%
Existencias.	21,15%	27,40%	30,64%	29,31%
Deudores	24,55%	25,46%	19,02%	13,02%
Efectivos	9,24%	8,70%	16,14%	0,06%
Otras partidas a C.P	9,75%	6,07%	0,03%	28,53%
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	64,70%	67,63%	65,82%	70,92%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Como se puede observar el inmovilizado material es la partida de activo más considerable en el activo de la empresa. Esta partida está compuesta por toda la maquinaria

y edificaciones que la empresa necesita para desarrollar su actividad principal. Siendo la actividad principal de la empresa la transformación de aluminio se puede considerar como normal, dado que para el desarrollo de la misma se necesita una alta inversión en instalaciones y maquinaria.

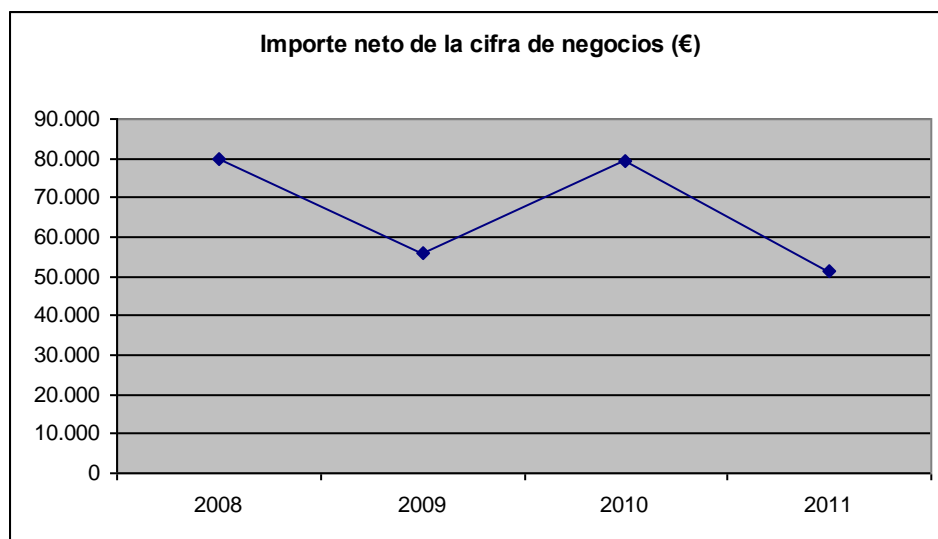
En cuanto a las partidas restantes, los porcentajes verticales sobre el total de activo que poseen un mayor peso son los deudores, existencias y efectivo, las cuales son partidas normales de cualquier empresa. De la que la partida deudores sería una buena señal que fuese lo menor posible, aunque se debería estudiar la estacionalidad de la empresa y cuando fueron vendidos a sus clientes. Lo que se estudiará mas adelante.

Para terminar con el activo, la evolución temporal sufrida durante los ejercicios a estudiar se puede generalizar como una no variación, o variación mínima de no más de un 6% en todos los casos, excepto en los deudores los cuales aumentan durante los cuatro ejercicios de forma considerable, achacable a la crisis sufrida.

En cuanto a la cuenta de pérdidas y ganancias se observan resultados negativos durante los años de estudio, los cuales están compuestos por la suma de resultados de explotación y financiación negativos, lo que indica que la actividad principal de la entidad no es rentable, dado que las ventas no cubren todos los gastos que Inasa necesita para desarrollar su actividad. En cuanto a la composición de estos gastos cabe destacar la partida aprovisionamientos, la cual supone un 84% de gasto sobre las ventas, lo que sumado al 21% de los gastos de personal supone un signo negativo a falta de restar otros gastos como amortizaciones y otros gastos de explotación los cuales disminuyen los todavía mas los ingresos por ventas. La gran cantidad de coste que supone la partida aprovisionamientos es alarmante dado que se basa en el consumo de materias primas, lo que informa sobre una gestión mala en el proceso productivo de la empresa.

Otro de los síntomas preocupantes es la disminución que han sufrido las ventas durante los ejercicios nombrados.

GRÁFICO 4.4



Como muestra el gráfico, hay una tendencia bajista en las ventas con un repunte en el ejercicio 2010, el cual en el siguiente ejercicio no se mantiene y disminuye hasta el mínimo de ventas en los cuatro ejercicios. La disminución de ventas es el principal indicador que se ha explicado anteriormente, en los síntomas de quiebra como posible causa de cierre.

#### 4.3.2 *Análisis de rentabilidad*

Antes de empezar con las rentabilidades, se ha reordenado el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias, dividiéndolos en activos funcionales (activos vinculados con la actividad de explotación) y extrafuncionales (activos no vinculados con la actividad de explotación), de forma que pueda ayudar a analizar más desglosadamente las rentabilidades.

El análisis de rentabilidades se divide en dos ramas: La rentabilidad económica, y la rentabilidad financiera. La primera de estas se basa en lo rentables que son las inversiones, que realiza. Es decir la capacidad de generar recursos a través de los activos totales, sin que afecte la forma de financiar los mismos. De esta magnitud se puede determinar, si la actividad de la empresa es lo rentable que debería ser. Por otro lado, el segundo indicador es la rentabilidad financiera, el cual se puede definir como la rentabilidad de las inversiones realizadas por los propietarios en calidad de aportaciones al patrimonio empresarial (Estados contables: Elaboración análisis e interpretación). Dado que los accionistas obtendrán rentabilidades positivas según el funcionamiento global de la empresa, la

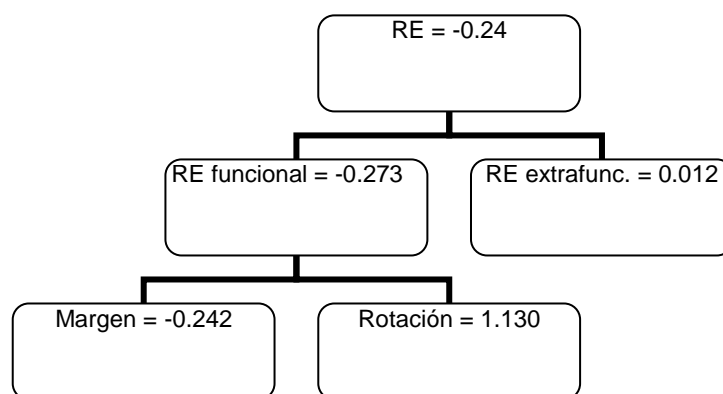


rentabilidad financiera está compuesta por la rentabilidad económica, a la vez que tiene en cuenta la estructura de pasivo de la entidad.

#### Rentabilidad económica:

Como ya se ha dicho la rentabilidad económica es la rentabilidad que ofrecen los activos de la empresa. Estos se pueden dividir en funcionales o extrafuncionales, y los activos funcionales se componen de la dualidad margen y rotación, lo que nos indica que estrategia sigue la empresa en cuanto a la venta de estos. En el ejercicio 2011 se obtuvieron los siguientes resultados:

GRÁFICO 4.5



Empezando por el primer escalón del esquema, el resultado de Inasa en cuanto a su rentabilidad económica es negativo. Esta es una mala señal, dado que el símbolo negativo surge de un resultado antes de impuestos negativo ( $RE = \text{Rdo. antes impuestos} / \text{Activo total}$ ). Este resultado supone que la empresa, por cada 100€ invertidos en activos pierde 24€. Esta pérdida tiene que ser cubierta con liquidez externa, a la vez que el resultado negativo obtenido, disminuirá el patrimonio neto de la entidad.

Esta pérdida, puede venir provocada por los activos vinculados con la actividad de la empresa o por activos no vinculados. Por esto dividiendo el resultado antes de impuestos por el activo funcional o extrafuncional se obtiene la rentabilidad de cada uno. Estudiando el segundo escalón se puede ver exactamente que la pérdida proviene de los activos vinculados con la actividad principal de Inasa, dato alarmante dado que informa sobre la no

rentabilidad del negocio en el que está sumergida. En caso de obtener resultados negativos a causa de el activo extrafuncional no sería tal la alarma por la liquidez de los mismos y por lo tanto la facilidad de deshacerse de ellos. En el caso Inasa el activo extrafuncional es positivo, lo que supone un beneficio de las inversiones financieras que posee la empresa.

Para terminar, Inasa está obteniendo pérdidas por cada producto vendido lo que hace prestar atención en el 84% de gasto sobre ventas en la partida aprovisionamientos que se ha citado anteriormente, el cual supone un coste a estudiar para la empresa dado que no hay un control en el consumo de materias primas, lo que supone una pérdida por producto vendido. La evolución temporal de este margen a sufrido las mismas variaciones que las ventas, aumentando el margen en el ejercicio 2010 pero disminuyendo en el siguiente ejercicio.

En conclusión la actividad principal de Inasa Foil, no ha sido rentable durante los ejercicios 2008 – 2011 a través de la obtención de pérdidas con sus activos extrafuncionales, lo que hace aflorar una rentabilidad económica para sus activos negativa.

#### Rentabilidad financiera:

La rentabilidad financiera se obtiene de la siguiente manera:

$$RF = RE + (RE - cf) * L$$

RE = Rent.económica

cf = Coste financiero de la deuda

L = Deuda / Patrimonio neto

La empresa Inasa obtiene la siguiente rentabilidad en el ejercicio 2011:

$$-0.521 = -0.24 + (-0.24 - 0.029) * 1.03$$

La rentabilidad financiera es un indicador adecuado para los accionistas de la empresa, dado que deja ver el funcionamiento de la misma a través del valor que obtendrían por cada euro invertido. En este caso la rentabilidad económica negativa supone un 45% del valor negativo de la rentabilidad financiera lo que es el principal causante del símbolo negativo.

La posición poco endeudada de la empresa ayuda a que el diferencial negativo entre la rentabilidad económica y el coste financiero no dispare aun más el mal efecto en la rentabilidad financiera. En este caso se observa claramente la ventaja de estar poco endeudada en una situación en la que el diferencial obtiene un símbolo negativo. Esta seguridad de poca deuda a la vez se ve plasmada con la dualidad de “a menor riesgo menor rentabilidad”.

La conclusión que se obtiene en el análisis de la rentabilidad se basa en que la empresa Inasa Foil, no es rentable a causa de su actividad económica, dado que por el contrario la gestión de su política de financiación es correcta, como se observa en el bajo coste financiero que obtiene de la deuda y el posicionamiento de deuda sobre el patrimonio neto. Estos resultados obtenidos, no aportan buenas noticias para el seguimiento de la actividad, pues normalmente es mas difícil modificar la estructura económica que la financiera.

#### *4.3.3 Análisis de riesgos*

El posicionamiento de una empresa frente al riesgo en muchos casos es voluntaria a causa de una mera estrategia, o empujada por las circunstancias que le rodean las cuales le empujan a tener que posicionarse en una situación más peligrosa. No se puede pensar que una entidad que esté mas posicionada frente al riesgo tiene una peor posición dado que a mayor riesgo mayor niveles de rentabilidad se obtienen. Tal y como se a citado el posicionamiento de riesgo puede deberse a dos posibles alternativas: Riesgo operativo y riesgo financiero.

### Riesgo operativo:

Se define como el riesgo que toma la empresa por adoptar una estructura de costes fijos más o menos apalancada. Este mayor o menor apalancamiento se mide a través del indicador GAO (grado de apalancamiento operativo). Como ya se ha explicado en el apartado 2, el estar posicionado con una estructura de costes fija muy alta hace que en caso de bajada en las ventas el resultado de la empresa se vea afectado de forma mas negativa dado que estos costes no varían. Por el contrario una subida de ventas hará un efecto palanca sobre el resultado de explotación en función de que los costes fijos se reparten de mayor manera, en caso de la no desestabilización del llamado modelo GAO.

El GAO se obtiene dividiendo la variación del resultado de explotación y la variación en el importe de la cifra de negocios, por lo que Inasa obtiene un  $GAO = -49,837$ . El símbolo negativo indica la bajada en el importe de la cifra de negocios. Para la interpretación de la estructura de costes fijos se utilizará el valor absoluto del indicador, el cual indica una estructura de costes muy apalancada. Valores superiores a diez en el estudio de este indicador se consideran como empresas muy apalancadas operativamente.

Para poder aplicar la reflexión expuesta del efecto palanca que tiene el GAO sobre el resultado de explotación, la empresa no debería desestabilizar este indicador. El indicador no se desestabiliza si la variación en las ventas al alza o a la baja va acompañada de la misma variación porcentual de los costes variables de Inasa. En este caso la variación a la baja de las ventas y la variación de los costes variables no son proporcionales, por lo que no tiene sentido aplicar este modelo. La desestabilización de este modelo indica que la empresa tiene ineficiencias a la hora de producir dado que un aumento de la producción supone un aumento del coste cuando este debería mantenerse constante. Esta ineficiencia se puede relacionar al alto coste de la partida aprovisionamientos nombrada anteriormente.

En cualquier caso la empresa está muy apalancada y la recesión de ventas ha golpeado fuertemente a la cuenta de pérdidas y ganancias de Inasa como se puede ver en el resultado negativo de explotación.

Relacionado con la estructura de costes fijo se encuentra también el llamado “punto muerto” el cual refleja la cantidad mínima de producción vendida necesaria para cubrir la

totalidad de las cargas fijas (Estados contables: Elaboración, análisis e interpretación). Viene determinado con la siguiente formula:

$$Q = CF / (\text{Precio venta} - \text{Coste variable})$$

Por lo que se puede observar, cuanto mas apalancada esté operativamente, la consecución de llegar al “punto muerto” será mayor, pero en caso de alcanzarlo, a partir de esta producción aflorarían las llamadas economías de escala. Inasa necesitaría vender 13.732.000 unidades para la consecución del punto muerto.

### Riesgo financiero

Como se explico en el proceso de la quiebra en el apartado 2, toda empresa acaba ahogándose a causa de la imposibilidad de la misma para generar liquidez y consecuentemente la necesidad de financiación externa. El abuso de este recurso supone un ahogamiento de la solvencia a largo plazo de pone en peligro la continuidad del negocio. Por ello en este apartado se va a analizar la capacidad que tiene Inasa para hacer frente a sus deudas de corto plazo que en caso de no poder pagarlas hacen que necesiten obtener financiación externa.

La primera medida para medir la capacidad de pago es el cálculo del activo circulante, que se obtiene de la resta entre activo corriente y pasivo corriente. Un resultado positivo supondría la parte de activo corriente que queda libre una vez pagados todos los compromisos a corto plazo. En el caso Inasa el resultado es de 15.609.000€. Supone que Inasa tendría la suficiente capacidad para hacer frente a las deudas a corto plazo. Este indicador hay que interpretarlo con cautela, dado que en el activo y pasivo corriente, se agregan diferentes partidas las cuales no tienen el mismo grado de liquidez o exigibilidad, por lo que no es correcto compararlos de forma tan directa. Para complementar este enfoque, se va a utilizar el calculo del fondo de rotación, que muestra la financiación que debe captar para poder mantener sus inversiones. Se obtiene de manera desglosada la siguiente manera:

TABLA 4.6

	2011
Existencias	12.653
+ Deudores	12.900
- Acreedores comerciales	-9.718
Necesidades Fondo de rotación de explotación	15.835
+ Otros activos corriente	4.552
- Otras pasivos corrientes	-7.658
Necesidades de Fondo de Rotación	12.729
+ Tesorería	4.606
Fondo de rotación	17.335

Estudiando desglosadamente el fondo de rotación, se puede observar un NFRE positivo, el cual indica que la empresa no ha sido autosuficiente y no ha podido generar liquidez, por ello el valor representa la cantidad de dinero que la empresa deberá captar de manera externa para ajustar la liquidez necesaria para afrontar los pagos a corto plazo. Otra forma de ver este mismo efecto es a través de los periodos medios de cobro y pago. Inasa en el ejercicio 2011 obtiene un periodo de cobro a 95 días mientras que el de pago es a 93 días. Esta circunstancia hace que pague antes de cobrar lo vendido, por lo que aparece una falta de liquidez que se relaciona con lo expuesto en el párrafo anterior.

La necesidad de fondo de rotación explica la financiación de más aparte de la otorgada por los proveedores que debe conseguir externamente para así mantener las inversiones anteriores junto con otros activos corrientes.

Por último el fondo de rotación marca la financiación externa que debe obtener Inasa para mantener los activos corrientes de todo tipo. El resultado es 17.335.000 €, cantidad que debería pedir externamente para el mantenimiento de todas sus inversiones corrientes. Este resultado contradice el cálculo del activo circulante estudiado anteriormente. Dado que como ya se ha dicho ese enfoque tiene ciertas limitaciones y se debe interpretar con cautela.

Para terminar con el estudio del riesgo financiero, el estudio del posicionamiento de la deuda frente al patrimonio es esencial. En este caso la empresa está muy poco endeudada

con un 1,04, lo que parece raro dado que durante los cuatro últimos años de estudio y de su vida la empresa ha obtenido resultados negativos y fondos de rotación positivos lo que en ambos casos haría aumentar el pasivo de la entidad. Por este motivo se puede afirmar que el fuerte patrimonio neto de Inasa ha resistido el fuerte impacto de los resultados negativos haciendo que a simple vista la empresa parezca saneada.

#### **4.4 Conclusión general**

La primera impresión al mirar el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias, muestra la imagen de una empresa que a causa de la crisis ha podido obtener resultados negativos durante los últimos cuatro ejercicios. Sumado a esto, la deuda que tiene Inasa frente a su patrimonio, muestra la imagen de una empresa conservadora y autosuficiente al no posicionarse en una posición de mayor deuda que patrimonio, por lo que surgen dudas del posible cierre de Inasa por un simple beneficio del fondo Alemán Baikap.

A través del análisis que se muestra en este trabajo, se ha podido observar una tendencia inestable de las ventas con bajadas y repuntes que no muestran una caída en picado de la actividad lo que provocaría el cierre de la misma. En cuanto a la rentabilidad económica, observo el símbolo negativo a causa de unos costes de aprovisionamientos altísimos los cuales restan la mayor parte de ingresos lo que sumado a otros costes hacen aflorar un resultado de explotación negativo.

Por la estabilidad patrimonial que aporta el patrimonio neto tan consistente de la empresa, las inestables ventas que ofrecen repuntes y el estudio de análisis de rentabilidad y riesgo que se ha practicado, mi conclusión es que la empresa Inasa Foil no se adapta a las características principales de una empresa en quiebra descritas anteriormente, ni a la estructura financiera mostrada por el análisis empírico estudiado para las 131 empresas Navarras las cuales están en quiebra. Por lo que a mi punto de ver respecta, la dirección de esta empresa debería haber replanteado una estrategia interna basada en recortas gastos, lo que provocaría una mejora de resultados, y no el cierre de la misma.

## BIBLIOGRAFIA

Para la ejecución de este trabajo he utilizado variada información bibliográfica complementaria:

- Why companies fail: Strategies for detecting, avoiding and profiting from bankruptcy. (Harlan D. Platt)
- Corporate collapse. The causes and symptoms. (John Argenti)
- Business Analysis and valuation. (Krishna G, Palepu, Paul M. Healy,, Victor L and Erik Peek)
- Estados contables; Elaboración, análisis e interpretación (Pablo Archel, Fermín Lizarraga, Santiago Sanchez y Manuel Cano)
- Modelos multivariantes de precisión del fracaso empresarial: Una aplicación a la realidad de la información contable Española. (Tesis doctoral: Fermín Lizarraga Dallo)
- Manipulación contable y comportamiento del auditor. Un análisis empírico de las empresas en proceso de fracaso en España. ( Tesis doctoral: Laura Arnedo Ajona)
- Prensa económica ( Diario de Navarra, Diario de Noticias de Navarra, Financial Times)

## ANEXO

Noticia sobre Inasa:

<http://www.noticiasdenavarra.com/2014/04/08/economia/extrabajadores-de-inasa-presentan-una-querella-contra-los-gestores-de-baikap>